

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 35.00

(From: Bt 40.00)

Change in Recommendation

Upside : 17.6%

19 DECEMBER 2022

Rajthanee Hospital Pcl. (RJH TB)

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ RJH เป็น “ซื้อ” จาก ถือ หลังราคาหุ้นปรับตัวลงไปแล้ว 30% จากจุดสูงสุดของปีนี้ มาซื้อขายที่ระดับ PE ที่สมเหตุสมผลที่ 20.0 เท่า ในปี 2023F โดยมีการเติบโตต่อเนื่องของบริการรักษาโรคทั่วไป และ ROE ที่ยังคงอยู่ในระดับที่ดีที่ 20.9% ในปี 2023F



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ RJH เป็น “ซื้อ” (จาก ถือ) แม้เราจะปรับลดประมาณการกำไรลง 3/4/5% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายปี 2023F เป็น 35.0 บาท (จาก 40.0 บาท) เพื่อสะท้อนต้นทุนที่สูงขึ้น (ดู Exhibit 1 สำหรับสมมติฐานประมาณการกำไรใหม่ของเรา) 1) เราเชื่อว่า RJH ปรับตัวลงมากพอแล้ว โดยราคาหุ้นปรับตัวลง 30% จากจุดสูงสุดในปีนี้ สะท้อนถึงประโยชน์จากโควิดที่มีแนวโน้มลดลง ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ระดับ 2023F PE ที่สมเหตุสมผลที่ 20.0 เท่า เมื่อเทียบกับการเติบโตของกำไรต่อหุ้นจากบริการรักษาโรคทั่วไปที่ 6/20/7% ในปี 2022-24F 2) RJH ยังคงเป็นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ดีที่ ROE ที่ 20.9% ในปี 2023F แม้ว่าจะจะเป็นโรงพยาบาลขนาดเล็กที่มีเพียง 353 เตียง และ 3) เรายังคงชอบตำแหน่งการเป็นผู้นำที่แข็งแกร่งของ RJH ในอยุธยา ซึ่งเป็นจังหวัดขนาดใหญ่ที่มีประชากร 0.82 ล้านคน และเป็นศูนย์กลางการค้าและฐานขนาดใหญ่ของธุรกิจการผลิตขั้นพื้นฐาน

ไม่มีส่วนแบ่งขาดทุนใหม่จนถึง 2Q24

นอกจากนี้ RJH ยังมีแผนขยายธุรกิจ แต่เราไม่คาดว่าจะมีส่วนแบ่งขาดทุนใหม่จนถึง 2Q24F RJH มีเตียงรองรับ 353 เตียง และบริษัท มีแผนที่จะเพิ่มอีก 268 เตียงใน 2 โรงพยาบาล หนึ่งในคือโรงพยาบาลราชธานีหนองแค 138 เตียง ในจังหวัดสระบุรี และอีกแห่งคือโรงพยาบาลโนบ่อวิน จังหวัดชลบุรี 130 เตียง โครงการหนองแคอยู่ระหว่างการก่อสร้าง และคาดว่าจะเปิดให้บริการใน 2Q24 ขณะที่โครงการบ่อวินอยู่ระหว่างขั้นตอนการออกแบบและมีกำหนดเปิดให้บริการในต้นปี 2025 โรงพยาบาลทั้งสองแห่งจะให้บริการผู้ป่วยเงินสดและผู้ป่วยประกันสังคม

บริการรักษาโรคทั่วไปดีขึ้น

Exhibit 2 แสดงฐานกำไรซึ่งรวมและไม่รวมรายได้จากบริการโควิด หากไม่รวมบริการโควิด กำไร 3Q22 ของ RJH มากกว่าระดับก่อนเกิดโควิด 8% และเราคาดว่าปี 2023F จะมากกว่ากำไรปี 2019 ราว 17% เราคาดว่ากำไรเติบโตของรายได้บริการโรคทั่วไปของ RJH จะอยู่ที่ 6/20/7% ในปี 2022-24F ปัจจัยผลักดันกำไรมาจากผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปที่เพิ่มขึ้น ผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น และรายได้บริการโรคซับซ้อนที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่าผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปของ RJH จะเติบโต 7/7/5% ในปี 2022-24F เราคาดว่า RJH จะยังคงมีส่วนแบ่งตลาดประกันสังคมในอยุธยาเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราคาดว่าผู้ป่วยประกันสังคมจะเติบโต 6/5/10% ในปี 2022-24F

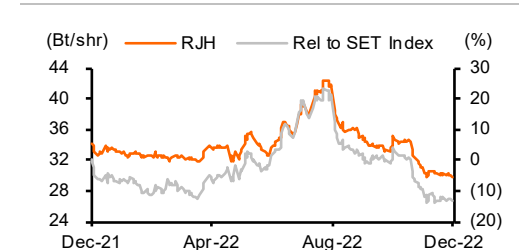
มูลค่าไม่แพง

RJH ซื้อขายที่ PE ที่ 20.0 เท่า ในปี 2023F ซึ่งไม่แพงสำหรับเรา ซึ่งถูกที่สุดในบรรดาโรงพยาบาลขนาดเล็ก และถูกที่สุดในกลุ่มฯ ซึ่ง PE เฉลี่ยอยู่ที่ 34.5 เท่า ในปี 2023F นอกจากนี้ RJH ยังดูไม่แพงเมื่อเทียบกับที่ 25.3 เท่า ในช่วงก่อนโควิดนับตั้งแต่จดทะเบียนในปี 2016 ROE ของบริษัทอยู่ที่ 20.9% ในปี 2023F ซึ่งสูงที่สุดในกลุ่ม small cap ซึ่งเฉลี่ยอยู่ที่ 12.3%, mid-cap เฉลี่ยที่ 12.2% และ big-cap เฉลี่ยที่ 16.0% อีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,118	3,348	2,135	2,450
Net profit	1,012	1,094	445	477
Consensus NP	—	1,105	454	466
Diff frm cons (%)	—	(1.1)	(2.0)	2.3
Norm profit	1,012	1,094	445	477
Prev. Norm profit	—	1,129	464	503
Chg frm prev (%)	—	(3.1)	(4.2)	(5.2)
Norm EPS (Bt)	3.4	3.6	1.5	1.6
Norm EPS grw (%)	172.6	8.1	(59.3)	7.1
Norm PE (x)	8.8	8.2	20.0	18.7
EV/EBITDA (x)	6.7	6.4	14.2	13.4
P/BV (x)	4.6	4.0	4.4	4.1
Div yield (%)	9.1	9.8	3.7	4.0
ROE (%)	58.6	52.6	20.9	22.6
Net D/E (%)	29.3	33.1	50.4	46.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Dec-22 (Bt)	29.75
Market Cap (US\$ m)	256.2
Listed Shares (m shares)	300.0
Free Float (%)	57.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.8
12M Price H/L (Bt)	42.25/29.75
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasithirun family 22.95%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

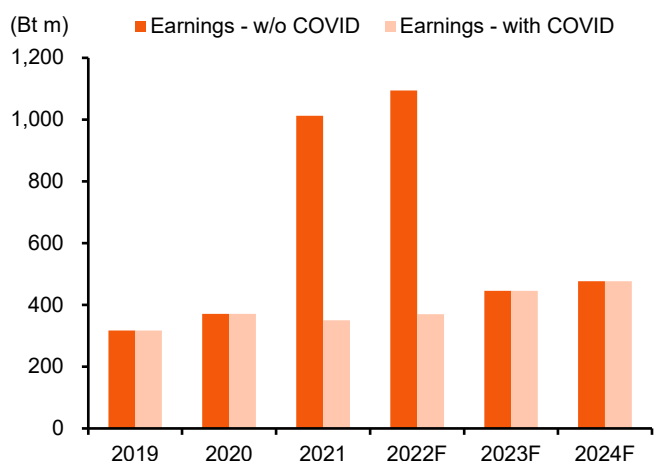


Ex 1: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Gross margin (%)					
- New	32.0	46.0	46.0	33.4	31.0
- Old			48.8	34.2	31.0
- Change (pp)			(2.7)	(0.8)	(0.0)
SG&A to sales (%)					
- New	8.8	5.9	5.7	8.7	8.5
- Old			6.0	8.2	8.1
- Change (pp)			(0.3)	0.5	0.4
Normalized profit (Bt m)					
- New	371	1,012	1,094	445	477
- Old			1,129	464	503
- Change (%)			(3.1)	(4.2)	(5.2)

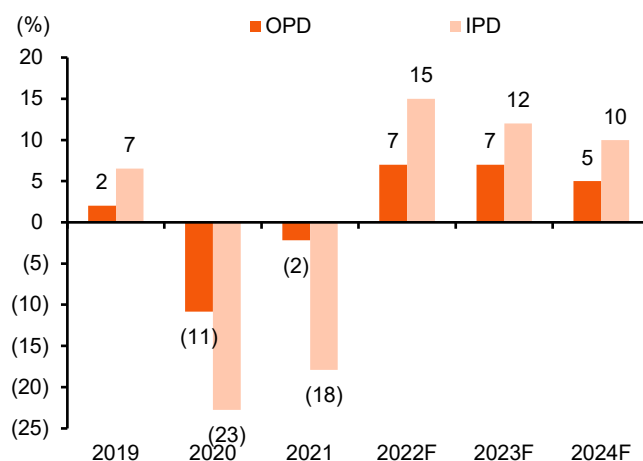
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: RJH's Earnings Base



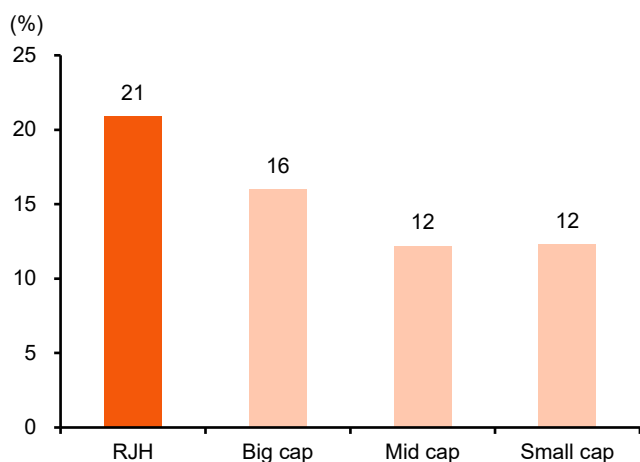
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: OPD And IPD Growth



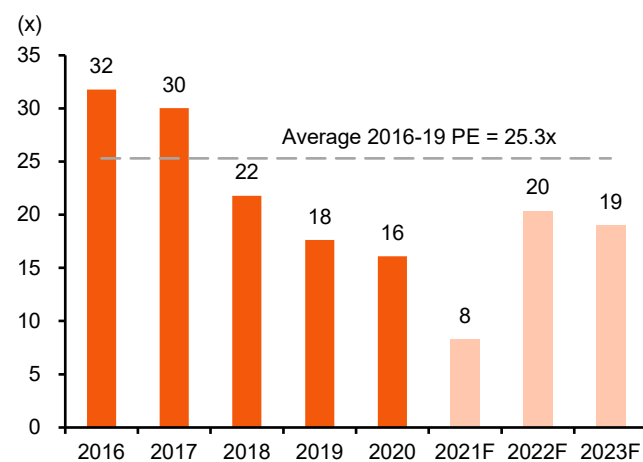
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ROE Comparison



Source: Thanachart estimates

Ex 5: RJH's PE



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	703	743	770	864	936	1,007	1,085	1,164	1,247	1,341	1,454	—
Free cash flow	391	402	597	694	755	808	871	936	1,005	1,079	770	13,778
PV of free cash flow	390	360	487	529	538	538	542	544	515	514	340	6,088
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	11,385											
Net debt (end-2022F)	736											
Minority interest	14											
Equity value	10,635											
# of shares (m)	300											
Equity value / share (Bt)	35.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	Market Cap (US\$ m)	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
				22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	10,084	19.3	31.5	47.3	35.9	3.7	3.6	13.6	12.4	1.6	1.8
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	6,932	2.3	4.7	9.7	9.3	1.1	1.0	8.2	8.1	3.0	2.9
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,579	49.3	16.0	10.6	9.2	1.8	1.6	7.4	6.6	4.1	4.0
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	8,012	(12.5)	6.1	71.7	67.7	11.7	10.3	30.3	30.5	0.2	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,570	(33.1)	40.9	57.3	40.7	3.2	3.1	20.8	20.0	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	971	168.9	21.9	30.9	25.4	2.0	1.9	12.2	11.3	1.7	2.1
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	11,733	(14.9)	18.0	34.3	29.1	2.1	2.0	15.1	14.0	1.0	1.1
Ryman	RYM NZ	New Zealand	1,873	na	24.5	12.7	10.2	0.9	0.8	16.1	12.9	3.4	3.6
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,860	28.6	(8.6)	23.4	25.7	2.5	2.4	12.4	13.5	2.1	2.1
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,417	(39.0)	(59.1)	11.8	28.9	3.5	3.4	7.8	14.5	3.3	1.7
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	12,886	43.0	5.7	39.6	37.4	5.1	4.9	24.5	23.1	1.9	1.6
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	4,837	265.1	21.4	36.2	29.8	8.6	7.6	24.2	20.0	1.4	2.0
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,118	(30.4)	(51.3)	13.3	27.4	4.7	4.9	9.7	18.4	6.0	3.1
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	116	(27.2)	(44.1)	11.9	21.3	2.2	2.2	7.8	11.2	6.3	3.5
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	381	101.6	2.2	26.5	25.9	2.9	2.7	13.1	12.5	1.7	1.7
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	256	8.1	(59.3)	8.2	20.0	4.0	4.4	6.4	14.2	9.8	3.7
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	94	(26.2)	(52.4)	11.0	23.1	1.8	1.8	6.6	11.0	5.4	3.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	1,569	2.4	(44.7)	39.0	70.5	5.6	5.6	22.4	30.7	1.6	0.9
Average				29.7	(7.0)	27.5	29.9	3.8	3.6	14.4	15.8	3.0	2.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 19 Dec 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลราชธานี (RJH) ดำเนินการบริหารโรงพยาบาลเอกชนด้วยมีจำนวนเตียงที่ใช้จริง 353 เตียง ภายใต้แบรนด์ "ราชธานี" ในจังหวัดพระนครศรีอยุธยา บริษัท ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 บริษัท ยังได้เข้าถือหุ้น 52% ในโรงพยาบาลราชธานีโรจนะ (RRH) ในปี 2014 ปัจจุบัน RJH ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม RJH มีความเชี่ยวชาญในการดูแลผู้ป่วยฉุกเฉิน ผู้ป่วยเด็ก และศัลยกรรมกระดูก ปัจจุบัน RJH ได้เข้าถือหุ้นใน RRH คิดเป็นสัดส่วนที่ 98%

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดในจังหวัดอยุธยา ด้วยมีประสบการณ์และแบรนด์ที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก
- โรงพยาบาลของ RJH ตั้งอยู่ในทำเลที่ดี (ในชุมชน โรงงาน และนิคมอุตสาหกรรม)

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลและสถานพยาบาลของรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเพิ่มขึ้นของผู้ป่วยจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การระบาดของโควิด

CONSENSUS COMPARISON

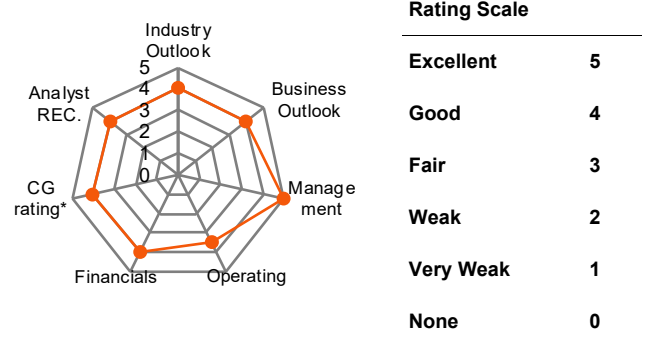
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	35.07	35.00	0%
Net profit 22F (Bt m)	1,105	1,094	-1%
Net profit 23F (Bt m)	454	445	-2%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด เนื่องจาก RJH ยังคงเน้นตลาดผู้มีรายได้น้อยถึงปานกลาง

T — Threat

- เครื่องมือโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากคู่แข่งโรงพยาบาลในจังหวัดอยุธยา
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- การระบาดของโควิด

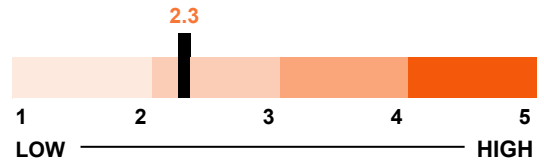
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ RJH ไม่เป็นไปตามคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- จากแผนการเปิดโรงพยาบาลใหม่ของ RJH หากโรงพยาบาลใหม่ทำกำไรได้ช้ากว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน หรือมีการแข่งขันมากขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชนที่มีอยู่ หรือมีผู้เข้ามาใหม่ในตลาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากอัตราการจ่ายเงินชดเชยสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงในอนาคต จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

RJH เป็นบริษัทขนาดใหญ่ในกลุ่มโรงพยาบาล ด้วยมีโรงพยาบาล 2 แห่ง และมีจำนวนเตียงรองรับ 353 เตียง โรงพยาบาลหลักเป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดในจังหวัดอยุธยา เราให้คะแนน ESG สำหรับ RJH ที่ 2.3 เนื่องจากบริษัท ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายและแผนสำหรับประเด็นนี้อย่างชัดเจน

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
RJH	-	-	-	-	-	-	-	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" on the following back page.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- RJH ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาล และไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก เราเชื่อว่านี่คือเหตุผลที่ RJH ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายและแผนสำหรับประเด็น ESG แม้จะมีแนวทางการดูแลสิ่งแวดล้อมในการป้องกันมลพิษและการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ
- RJH ใช้ระบบบำบัดน้ำเสียสองระบบ ระบบมีความสามารถในการบำบัดน้ำเสียรวม 360 ลูกบาศก์เมตรต่อวัน ซึ่งตรงกับขีดความสามารถในการให้บริการในปัจจุบันของโรงพยาบาล ผลการทดสอบระบุว่าคุณภาพน้ำเสียของโรงพยาบาลเป็นไปตามมาตรฐานที่กำหนด
- วัสดุและของเสียอันตรายของ RJH ส่วนใหญ่เป็นหลอดฉีดยา ของมีคม ของเสียเคมี และวัสดุติดเชื้อ RJH มีมาตรฐานการคัดแยกขยะ มาตรการสวมใส่อุปกรณ์ป้องกันส่วนบุคคล ขั้นตอนการรั่วไหลของวัสดุอันตราย ตลอดจนแผนที่เส้นทางและตารางการขนส่งของเสีย

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- RJH ให้ความสำคัญอย่างยิ่งกับบุคลากรทางการแพทย์ และมีนโยบายที่จะสนับสนุนให้พวกเขาทำงานให้กับบริษัท ในระยะยาว บริษัท เชื่อว่าบริษัท ได้เสนออัตราค่าตอบแทน และผลประโยชน์ตอบแทนที่สมเหตุสมผลและแข่งขันได้ มีการสร้างวัฒนธรรมองค์กรที่ดี และบรรยากาศในการทำงานที่น่าพึงพอใจ และสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับพนักงาน
- RJH ให้ความสำคัญกับมาตรการด้านความปลอดภัยเพื่อลดความเสี่ยงต่อทั้งผู้ป่วยและเจ้าหน้าที่ RJH มีเจ้าหน้าที่ความปลอดภัยในการทำงานที่ผ่านการรับรองเพื่อติดตามและให้คำแนะนำเกี่ยวกับมาตรการด้านความปลอดภัย RJH ดำเนินการ EVN Rounds เป็นประจำเพื่อกำหนดความเสี่ยงในเชิงรุก ค้นหาสาเหตุของความเสียหาย และเตรียมการแก้ปัญหาเบื้องต้น
- RJH เน้นคุณภาพและมาตรฐานของผลิตภัณฑ์ พร้อมดูแลและรับผิดชอบต่อลูกค้า

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริหาร 10 คน ของ RJH มีกรรมการอิสระ 4 คน โดยเป็นผู้ชาย 6 คน และผู้หญิง 4 คน
- ผู้บริหารและพนักงานทุกระดับมีความรับผิดชอบในการตระหนักถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในพื้นที่ทำงานและองค์กรของตน และให้ความสำคัญอย่างเพียงพอและเหมาะสมในการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการบริหารได้กำหนดความเสี่ยงที่สำคัญเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กร
- RJH ให้บริการศัลยกรรมด้วยนวัตกรรมที่หลากหลาย รวมถึง การผ่าตัดที่ไม่จำเป็นต้องเปิดช่องท้องยาวของผู้ป่วย การใช้เทคโนโลยีเพื่อช่วยวินิจฉัย และรักษาโรคผ่านการใช้กล้องถ่ายภาพ

Source: Thanachart, Company

INCOME STATEMENT

Core operation set to reach a new, higher base

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,855	3,118	3,348	2,135	2,450
Cost of sales	1,262	1,684	1,806	1,423	1,691
Gross profit	594	1,434	1,541	712	759
% gross margin	32.0%	46.0%	46.0%	33.4%	31.0%
Selling & administration expenses	163	183	191	186	208
Operating profit	431	1,250	1,350	527	551
% operating margin	23.2%	40.1%	40.3%	24.7%	22.5%
Depreciation & amortization	109	163	170	176	192
EBITDA	539	1,413	1,520	703	743
% EBITDA margin	29.1%	45.3%	45.4%	32.9%	30.3%
Non-operating income	23	27	44	47	49
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(6)	(23)	(11)	(23)
Pre-tax profit	453	1,271	1,372	563	577
Income tax	81	255	273	113	104
After-tax profit	372	1,016	1,099	450	473
% net margin	20.1%	32.6%	32.8%	21.1%	19.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(4)	(5)	(5)	3
Extraordinary items	41	0	0	0	0
NET PROFIT	412	1,012	1,094	445	477
Normalized profit	371	1,012	1,094	445	477
EPS (Bt)	1.4	3.4	3.6	1.5	1.6
Normalized EPS (Bt)	1.2	3.4	3.6	1.5	1.6

BALANCE SHEET

Two new hospitals to be added in 2024-25

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	441	1,203	1,018	557	499
Cash & cash equivalent	58	175	50	50	50
Account receivables	343	965	917	468	403
Inventories	36	60	45	35	42
Others	4	4	6	4	4
Investments & loans	0	566	566	566	566
Net fixed assets	1,272	1,428	1,774	2,250	2,431
Other assets	187	155	163	171	180
Total assets	1,899	3,352	3,520	3,544	3,676
LIABILITIES:					
Current liabilities:	340	1,298	1,200	1,419	1,414
Account payables	241	378	297	234	255
Bank overdraft & ST loans	70	750	786	1,090	1,062
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	29	169	117	95	97
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	57	89	99	63	72
Total liabilities	398	1,387	1,299	1,482	1,486
Minority interest	5	9	14	14	11
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	300	300	300	300
Share premium	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(354)	(240)	(240)	(240)	(240)
Retained earnings	457	802	1,053	894	1,025
Shareholders' equity	1,496	1,955	2,207	2,047	2,178
Liabilities & equity	1,899	3,352	3,520	3,544	3,676

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash inflow stream, in our view*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	453	1,271	1,372	563	577
Tax paid	(80)	(114)	(325)	(134)	(102)
Depreciation & amortization	109	163	170	176	192
Chg In working capital	9	(509)	(18)	396	80
Chg In other CA & CL / minorities	5	(1)	(8)	(29)	(24)
Cash flow from operations	496	810	1,190	971	723
Capex	(411)	(315)	(513)	(650)	(370)
Right of use	(1)	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	10	(566)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(16)	59	4	(21)	21
Cash flow from investments	(419)	(821)	(508)	(671)	(349)
Debt financing	70	680	36	304	(28)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(315)	(643)	(842)	(604)	(346)
Warrants & other surplus	3	91	0	0	0
Cash flow from financing	(243)	127	(807)	(300)	(374)
Free cash flow	85	495	677	321	353

VALUATION*Inexpensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	24.0	8.8	8.2	20.0	18.7
Normalized PE - at target price (x)	28.3	10.4	9.6	23.6	22.0
PE (x)	21.6	8.8	8.2	20.0	18.7
PE - at target price (x)	25.5	10.4	9.6	23.6	22.0
EV/EBITDA (x)	16.6	6.7	6.4	14.2	13.4
EV/EBITDA - at target price (x)	19.5	7.8	7.4	16.4	15.5
P/BV (x)	6.0	4.6	4.0	4.4	4.1
P/BV - at target price (x)	7.0	5.4	4.8	5.1	4.8
P/CFO (x)	18.0	11.0	7.5	9.2	12.3
Price/sales (x)	4.8	2.9	2.7	4.2	3.6
Dividend yield (%)	3.4	9.1	9.8	3.7	4.0
FCF Yield (%)	1.0	5.6	7.6	3.6	4.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	3.4	3.6	1.5	1.6
EPS	1.4	3.4	3.6	1.5	1.6
DPS	1.0	2.7	2.9	1.1	1.2
BV/share	5.0	6.5	7.4	6.8	7.3
CFO/share	1.7	2.7	4.0	3.2	2.4
FCF/share	0.3	1.7	2.3	1.1	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Strong financial status

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.8	68.0	7.4	(36.2)	14.7
Net profit (%)	4.2	145.3	8.1	(59.3)	7.1
EPS (%)	4.2	145.3	8.1	(59.3)	7.1
Normalized profit (%)	17.2	172.6	8.1	(59.3)	7.1
Normalized EPS (%)	17.2	172.6	8.1	(59.3)	7.1
Dividend payout ratio (%)	72.7	80.0	80.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	32.0	46.0	46.0	33.4	31.0
Operating margin (%)	23.2	40.1	40.3	24.7	22.5
EBITDA margin (%)	29.1	45.3	45.4	32.9	30.3
Net margin (%)	20.1	32.6	32.8	21.1	19.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.4	0.4	0.5	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.3	0.3	0.5	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	na	211.3	59.4	46.2	23.8
Interest coverage - EBITDA (x)	na	238.8	66.9	61.7	32.1
ROA - using norm profit (%)	20.7	38.5	31.8	12.6	13.2
ROE - using norm profit (%)	25.7	58.6	52.6	20.9	22.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	25.8	58.9	52.8	21.2	22.4
- asset turnover (x)	1.0	1.2	1.0	0.6	0.7
- operating margin (%)	24.4	41.0	41.7	26.9	24.5
- leverage (x)	1.2	1.5	1.7	1.7	1.7
- interest burden (%)	99.9	99.5	98.4	98.0	96.1
- tax burden (%)	82.2	79.9	80.1	80.0	82.0
WACC (%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROIC (%)	30.2	66.3	42.7	14.3	14.6
NOPAT (Bt m)	354	999	1,082	421	452
invested capital (Bt m)	1,508	2,531	2,943	3,087	3,190

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate an index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2303A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016P2303A, SET5016C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TRUE16C2212A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PSL, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, VGI, TRUE)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th